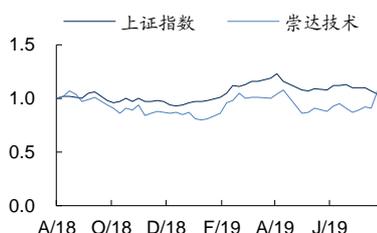


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
崇达技术(002815)
买入
2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 15 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	835/222
总市值/流通(百万元)	15,172/4,027
上证综指/深圳成指	2,809/8,966
12 个月最高/最低(元)	19.30/12.51

相关研究报告:

《崇达技术-002815-2019 年 1 季度点评: 1 季度小幅低于预期, 全年继续看好》——2019-04-29

 《崇达技术-002815-2018 年报点评: 盈利能力稳步提升, 5G 客户进展良好》——2019-03-20
 《崇达技术-002815-2018 年业绩快报: 总体保持稳健增长, 增速略低于预期》——2019-02-27

《崇达技术-002815-公司快评: 实际控制人增持, 彰显坚定信心》——2019-01-24

《崇达技术-002815-2018 年三季报: 3 季报增长稳步, 全年符合预期》——2018-10-24

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

证券分析师: 唐泓翼

电话: 021-60875135

E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

中报低于预期, 5G 产品进展良好

● 19H1 营收同比增长 2%, 净利润同比下降 6%, 略低于预期

19H1 营收 18.51 亿元, 同比增长 2%, 净利润 2.65 亿元, 同比减少 6%。毛利率 31.76%, 同比下降 0.92pct, 净利率 14.31%, 同比下降 1.14pct。主要由于宏观环境及贸易战等不利影响, 公司营收及利润增长低于预期。

其中 19Q2 营收 9.46 亿, 同比增长 1%, 归母净利润 1.41 亿, 同比下降 7%。毛利率 32.37%, 同比下降 0.37pct, 净利率 14.94%, 同比下降 1.31pct。公司 Q2 研发费用占比达 6.18%, 同比提升较多, 是公司净利率下降的主要原因。

● 产品线布局趋于完整, 5G PCB 产品形成出货, 产品结构进一步优化

PCB 板业务: 中大批量订单 (20 平米以上) 的销售面积占比达 69%。公司 2 季度起 5G 用高频高速板取得积极进展, 营收同比增长 200%。目前公司 5G 客户有中兴通讯、烽火通信、普天、康普 (CommScope)、Calix 等。

FPC 业务: 三德冠营收 5.82 亿元, 同比增长 18%, 净利润 0.76 亿元, 同比增长 53%, 净利率达 13.06%, 同比+2.93pct。主要由于下游面板厂 FPC 需求较好, 带动盈利提升。

IC 载板业务: 公司于 2019 年 6 月收购了普诺威 40% 的股权, 正式开启了 IC 载板领域的布局。

● 各项经营指标保持稳定, 崇达江门二期建设已完成, 产能逐步释放

公司经营效率指标显现, 销售商品收到的现金/营收为 100%, 应收账款周期为 72 天, 同比提升 2 天, 存货周转天数 46 天, 同比略有下降, 各项指标显现运营状况较为良好。资产负债表指标显现, 固定资产为 20.67 亿, 相比期初小幅提升, 在建工程保持 2.24 亿, 同比小幅下降, 主要为江门崇达二期完成建设进度, 产能逐步释放。

● 管理优秀的优质公司, 给予“买入”评级

由于宏观环境不利因素, 我们小幅下调公司盈利预测 2019-2020 年实现净利润 6.11/7.44 亿元 (原 7.30/9.21 亿元), 目前股价对应 19-20 年 PE23x/19x, 考虑公司重点客户 5G 订单有望于下半年释放, 推动公司持续成长, 维持“买入”评级。

● 风险提示

PCB 行业景气度不及预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,656	4,022	4,629	5,585
(+/-%)	17.8%	10.0%	15.1%	20.7%
净利润(百万元)	561	611	744	926
(+/-%)	26.3%	9.0%	21.8%	24.4%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.74	0.90	1.11
EBIT Margin	22.4%	18.5%	19.5%	19.8%
净资产收益率(ROE)	19.3%	19.1%	20.9%	20.7%
市盈率(PE)	25.7	23.6	19.3	15.6
EV/EBITDA	16.3	17.3	14.5	12.0
市净率(PB)	4.96	4.50	4.05	3.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司切入中大批量赛道以来，虽然由于产品价格下降导致毛利率有所下降，但盈利能力保持稳定，ROE 呈现较好态势。近年来公司员工人数增长较少，并逐步投放自动化产线，未来公司将进一步持续导入中大批量板产品，公司利用效率及管理优势将延伸扩大销售规模及盈利能力。

表 1: 公司季度财务摘要

财务摘要(单季度)(ORIG,亿元)						
	2019-06-30	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30	2018-03-31
报告类型	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要						
营业总收入	9.46	9.06	8.84	9.57	9.38	8.76
增长率	0.81	3.33	9.49	17.49	18.09	27.78
营业总成本	8.06	7.90	7.61	7.81	7.71	7.38
营业利润	1.59	1.38	1.54	1.84	1.78	1.50
增长率	-10.59	-8.10	7.87	30.86	37.37	33.53
利润总额	1.59	1.37	1.54	1.83	1.79	1.49
净利润	1.41	1.24	1.28	1.52	1.52	1.28
增长率	-7.36	-3.42	7.40	24.93	41.89	33.94
归属母公司股东的净利润	1.41	1.24	1.28	1.52	1.52	1.28
增长率	-7.36	-3.42	7.40	24.93	41.89	33.94
扣非后归属母公司股东的净利润	1.39	1.18	1.24	1.50	1.43	1.19
增长率	-3.17	-1.05	12.44	23.52	31.15	27.32
EPS	0.17	0.15	0.15	0.18	0.18	0.31
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	8.56	9.86	10.09	9.37	8.46	8.21
经营活动现金净流量	1.57	2.72	2.83	2.79	1.94	1.39
购建固定无形长期资产支付的现金	1.20	1.57	0.98	1.39	1.29	1.63
投资支付的现金	8.66	7.26	5.38	5.03	4.88	8.50
投资活动现金净流量	-1.47	-2.12	-2.61	-0.55	-0.33	-7.42
吸收投资收到的现金		0.15	0.76			
取得借款收到的现金	0.92	1.93	0.99	0.07	1.06	2.07
筹资活动现金净流量	-2.75	1.73	-0.20	-2.74	-2.35	-1.42
现金流量净额	-2.60	2.28	0.00	-0.41	-0.64	-7.55
关键比率						
ROE(%)	4.74	4.16	4.50	5.69	5.82	4.94
扣非后 ROE(%)	4.65	3.96	4.38	5.59	5.47	4.60
ROA(%)	2.76	2.44	2.61	3.15	3.15	2.62
销售毛利率(%)	32.37	31.13	33.27	33.12	32.74	32.62
销售净利率(%)	14.94	13.65	14.43	15.93	16.25	14.60

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司总成本费用率 18 年 4 季度起有所提升，分析来看，毛利率基本保持稳定，主要系财务费用及研发费用有所提升。

表 2：公司季度主要费用率

	2019-06-30	2019-03-31	2018-12-31	2018-09-30	2018-06-30	2018-03-31
报告期	第二季度	第一季度	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他业务收入(金融类)						
营业总成本	85.26	87.19	86.08	81.55	82.15	84.16
营业成本	67.63	68.87	66.73	66.88	67.26	67.38
税金及附加	0.92	0.83	1.31	1.06	1.10	1.05
销售费用	3.83	3.69	4.12	3.81	3.79	3.82
管理费用	6.20	5.96	6.61	5.93	9.21	8.96
研发费用	6.18	5.44	5.69	4.40		
财务费用	0.07	2.68	1.68	-0.35	0.20	2.64
其中：利息费用	1.45	1.58	1.11	1.85		
减：利息收入	0.20	0.40	0.30	0.18		
资产减值损失	0.43	-0.28	-0.05	-0.18	0.58	0.31
信用减值损失						
其他业务成本(金融类)						
其他收益	0.34	0.52	0.45	0.13	0.65	1.11
投资净收益	1.97	1.95	3.26	0.70	0.46	0.48
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.68	1.63	3.38			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3: 可比公司 2019 年一致性预测 PE

证券代码	证券简称	2019 预测 PE	2020 预测 PE
002288.SZ	超华科技*	40.96	27.16
002916.SZ	深南电路*	38.70	28.94
002463.SZ	沪电股份*	31.99	25.39
002913.SZ	奥士康*	22.12	15.72
002436.SZ	兴森科技*	35.90	27.69
603228.SH	景旺电子*	21.96	17.27
300657.SZ	弘信电子*	24.78	16.53
603186.SH	华正新材*	32.52	22.50
600183.SH	生益科技*	27.80	22.95
002815.SZ	崇达技术*	16.96	12.95
300476.SZ	胜宏科技*	14.61	11.00
603328.SH	依顿电子*	14.31	12.02

资料来源: 标*为 wind 一直预期, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	523	1305	1387	1805	营业收入	3656	4022	4629	5585
应收款项	748	749	862	1041	营业成本	2452	2737	3104	3746
存货净额	355	337	380	460	营业税金及附加	41	42	49	46
其他流动资产	422	79	91	110	销售费用	142	161	185	223
流动资产合计	2049	2471	2722	3417	管理费用	203	337	386	464
固定资产	2244	2544	2801	3018	财务费用	37	22	25	44
无形资产及其他	274	263	252	241	投资收益	44	0	0	0
投资性房地产	156	156	156	156	资产减值及公允价值变动	(6)	(9)	(12)	(20)
长期股权投资	237	237	237	237	其他收入	(155)	0	0	0
资产总计	4960	5670	6168	7068	营业利润	665	713	869	1044
短期借款及交易性金融负债	171	752	759	495	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	927	799	904	1093	利润总额	664	713	869	1044
其他流动负债	238	198	224	271	所得税费用	104	100	122	115
流动负债合计	1337	1749	1887	1858	少数股东损益	0	2	2	3
长期借款及应付债券	679	679	679	679	归属于母公司净利润	561	611	744	926
其他长期负债	37	40	42	42					
长期负债合计	716	719	721	721	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2053	2468	2607	2579	净利润	561	611	744	926
少数股东权益	0	2	3	6	资产减值准备	(4)	1	1	1
股东权益	2906	3200	3557	4483	折旧摊销	193	231	271	304
负债和股东权益总计	4960	5670	6168	7068	公允价值变动损失	6	9	12	20
					财务费用	37	22	25	44
					营运资本变动	(346)	196	(36)	(40)
					其它	4	0	1	2
					经营活动现金流	414	1049	993	1213
					资本开支	(337)	(530)	(530)	(530)
					其它投资现金流	(1)	0	(1)	0
					投资活动现金流	(575)	(530)	(531)	(530)
					权益性融资	76	0	0	0
					负债净变化	(12)	0	0	0
					支付股利、利息	(245)	(318)	(387)	0
					其它融资现金流	(269)	581	7	(264)
					融资活动现金流	(706)	263	(380)	(264)
					现金净变动	(867)	782	82	418
					货币资金的期初余额	1390	523	1305	1387
					货币资金的期末余额	523	1305	1387	1805
					企业自由现金流	201	537	483	719
					权益自由现金流	(79)	1099	468	416

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032